



祝振駒

翹騰投資管理董事總經理，特許財務分析師。  
曾經在外資及本地投行研究部擔任分析師及主管達14年  
之久，專長於中小型股研究。  
後轉職擔任對沖基金經理，2010年創立翹騰。  
筆者博客：blog.sina.com.cn/raymondj2011

雄鷹  
展翅  
Columns  
美術：任耀楠

## 阿克曼的教訓

美國維權對沖基金（見88頁財經詞彙）Pershing Square Management主持人阿克曼（Bill Ackman）最近又成為投資界風頭人物。3月14日他將持有的加拿大醫藥公司Valeant（VRX）忍痛止蝕全部賣光，亦將會退出董事局，原來成本達40億美元的股份，以10億美金沽出。加上沽售認沽期權及買入認購期權的虧損，以及減除早前在高位的減持，估計投資於該股的總虧蝕仍高達37億美元（總投資前後超過51億美元）。VRX過去一年下瀉了67.17%（比較2015年8月6日高峰下跌了95.8%），市值只剩下38.3億美元。

### 變數太大勝算難保

阿克曼是維權基金的佼佼者，當長倉增持至佔公司某大比例時，便會發公開信要求董事局改革，甚至委派自己或同事入局或者提出更換管理層。他的組合以高度集中見稱，通常只持有10多隻長倉股票。2014年淨回報達40.4%。基金近兩年被VRX及康寶萊（Herbalife，HLF）短倉虧損

所拖累，2015年及2016年分別下跌20.5%及13.5%。

要獲取高回報，必須承受較高風險。維權基金的做法是通過深入研究及調查，透徹了解公司，然後透過股權的影響力，主動促使管理會革新，從而釋放隱藏價值。投資方法近乎私募基金，所以理論上成功率應該較高。但投資上市公司存在太多不能控制的變數，例如監管合理、市場結構變化、管理困難、市場人士的不同看法等等，就算花了無數時間鑽研，甚至參與公司管理，維權基金的個案都可能最終失敗。

兩年前有沽空機構指控VRX，通過不正當銷售渠道以高價出售藥品，之後更遭政府檢控，公司股價江河日下。阿克曼於2013年亦曾於低位止蝕及沽清曾經重倉的百貨公司JC Penney（JCP），該次的失敗由於美國百貨業進入結構性倒退（被電子商貿搶去生意），以及該公司由阿克曼委派的前首席執行官在市場定位上出了錯。阿克曼現自2012年底沽空的10億美金康寶萊短倉（等於總資產值

約9%），估計虧損達3億美元以上。他認為康寶萊為層壓式營銷，要求聯邦貿易委員會將其關閉。

監管者於2016年作出調查，但只罰了2億美元，公司並同意重組業務。康寶萊不死的另一主因是其業務現金流強勁，可以分紅及有能力回購股份，吸引另一金融大鱷伊坎（Carl Icahn）的垂青，由阿克曼公開其短倉後，就一直在市場增持，並透過媒體公開與後者對着幹。最近有報道指伊坎增持康寶萊的股份由24.2%至24.6%（估計倉位值12.6億美元），令市場其他沽空者不敢罔動。

### 風險難避順勢而行

強勢如阿克曼，不論他的信念多麼強烈，最後也要認錯。但假若他的投資信念是經常左搖右擺，輕易止蝕，相信他沒有可能擁有今天的成就及財富。投資必須冒風險才能獲得高回報，簡單的道理是當大市順勢時就需要大膽前進，但當逆水行舟時，就必須小心行事，減少犯錯。難的是中港股市的趨勢愈來愈短暫，所以追尋高回報也是愈來愈困難。FM

“投資必須冒風險才能獲得高回報，簡單的道理是當大市順勢時就需要大膽前進，但當逆水行舟時，就必須小心行事，減少犯錯。”